

평화정공 (043370)

말도 안 되는 주가. P/B 0.23배?

12월 말까지 매도가능금융자산 매각으로 800억원 현금유입

평화정공에 대한 투자이견 BUY를 유지한 가운데, 실적추정을 하향하고 목표 P/B를 0.4배로 조정함에 따라 목표주가를 10,000원으로 하향한다. 고객사의 출하 부진의 여파로 실적이 하락했지만, 주가는 그보다도 크게 하락하면서(최근 6개월 -41%) Valuation이 12MF 기준 P/B 0.23배로 극도로 낮은 상태까지 하락했다. 매도가능금융자산으로 보유 중인 PHC 지분을 12월 말까지 매도해야 하기 때문에 약 800억원 규모의 현금이 유입된다는 것을 감안하면, 실질 P/B는 0.21배에 불과하다. 기대 배당수익률은 약 2.6%이다.

3Q18 실적 Review: 영업이익률 0.3% 기록

3분기 매출액/영업이익은 +0%/-81% (YoY) 변동한 2,584억원/8억원(영업이익률 0.3%, -1.4%p (YoY))을 기록했다. 전년 동기의 낮은 기저로 중국/미국 매출액이 24%/21% (YoY) 증가한 반면, 주 고객사의 출하부진과 조업일수 감소의 여파로 한국 매출액이 8% (YoY) 감소하면서 연결 매출액은 전년 동기 수준에 그쳤다. 제품별로는 도어모듈/전장품이 4%/2% (YoY) 성장했지만, 래치/힌지는 1%/5% (YoY) 감소했다. 매출총이익률이 2.1%p (YoY) 하락하면서 수익성이 부진했는데, 한국/중국 공장의 가동률 하락과 함께 일부 제품의 가격하락이 있었다. 일부 매출 및 비용 인식의 시점 차이도 부정적이었는데, 이는 4분기에 반대로 수익성을 상승시키는 요인이 될 것이다. 순이익이 적자 전환한 것은 영업외 기타손실이 컸는데, 일회성으로 유형자산폐기손실과 함께 보유 유가증권의 평가손실이 발행했기 때문이다.

말도 안 되는 주가

평화정공이 P/B 0.2배 초반까지 Valuation이 하락한 것은 전방 고객사의 부진 여파가 크다. 하지만, 전방 고객의 부진을 감안하더라도 보유 자산의 청산가치를 기준으로도 지나치게 낮은 수준이다. 3분기말 기준으로 유동자산 5,072억원에서 총부채 4,145억원을 뺀 순유동자산가치(NCAV)는 927억원이다. 하지만, 12월까지 매도가능금융자산을 매각하고 유입되는 현금이 800억원을 감안하면 연말 순유동자산가치는 1,700억원이 되고, 현재 시가총액 1,230억원은 순유동자산가치의 2/3 수준에 불과하다. 비유동자산 중 투자 부동산의 공정가치만 267억원이고, 유형자산 3,017억원 중 토지 가치만으로도 706억원이다. 즉, 매각할 수 있는 부동산도 1,000억원이 넘는다. 평화정공은 어려운 영업환경 속에서도 연간 300억원의 영업이익과 800억원의 EBITDA를 창출하고 있다. 어떠한 기준으로 살펴봐도 현재 주가는 말도 안 되게 낮다는 판단이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 10,000원(하향) | CP(11월 14일): 5,850원

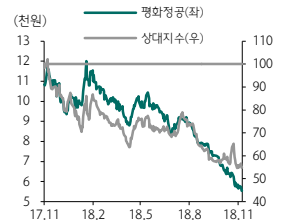
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	671.56
52주 최고/최저(원)	12,300/5,850
시가총액(십억원)	122.9
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	21,000.0
60일 평균 거래량(천주)	54.7
60일 평균 거래대금(십억원)	0.4
18년 배당금(예상, 원)	160
18년 배당수익률(예상, %)	2.74
외국인지분율(%)	5.19
주요주주 지분율(%)	
김상태 외 1인	54.63
신영자산운용	11.79
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(14.8) (41.3) (49.8)
상대	(7.2) (25.0) (43.4)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,052.0	1,115.0
영업이익(십억원)	21.1	38.8
순이익(십억원)	47.0	30.8
EPS(원)	2,236	1,467
BPS(원)	25,432	26,723

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,222.5	1,053.8	1,046.9	1,093.1	1,125.9
영업이익	십억원	69.7	25.2	23.6	33.0	35.0
세전이익	십억원	72.1	100.0	26.2	36.5	38.8
순이익	십억원	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
EPS	원	2,538	3,549	912	1,267	1,349
증감률	%	623.1	39.8	(74.3)	38.9	6.5
PER	배	4.71	2.96	6.41	4.62	4.34
PBR	배	0.52	0.44	0.24	0.23	0.22
EV/EBITDA	배	2.43	2.96	1.17	0.87	0.64
ROE	%	11.78	15.06	3.72	4.98	5.08
BPS	원	23,017	24,122	24,874	25,981	27,171
DPS	원	150	160	160	160	160



Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

표 1. 분기별 실적추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2015	2016	2017	2018F
매출액	283	248	258	265	253	258	258	278	1,149	1,222	1,054	1,047
영업이익	6	(1)	4	15	6	2	1	14	5	70	25	24
세전이익	85	(2)	6	11	7	8	2	10	9	72	100	26
순이익	62	(1)	5	9	4	6	1	8	7	53	75	19
Margin												
영업이익률	2.2	(0.3)	1.7	5.8	2.3	0.9	0.3	5.2	0.4	5.7	2.4	2.3
세전이익률	30.0	(0.9)	2.2	4.3	2.6	3.2	0.6	3.5	0.8	5.9	9.5	2.5
순이익률	21.9	(0.3)	1.9	3.3	1.5	2.5	0.4	2.8	0.6	4.4	7.1	1.9
YoY												
매출액	(3)	(21)	(6)	(23)	(11)	4	0	5	9	6	(14)	(1)
영업이익	(53)	적전	(50)	(51)	(5)	흑전	(81)	(6)	(90)	1,320	(64)	(6)
세전이익	538	적전	116	(71)	(92)	흑전	(74)	(15)	(82)	685	39	(74)
순이익	606	적전	152	(73)	(94)	흑전	(77)	(9)	(81)	624	40	(74)

자료: 평화정공, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 분기별 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액											
평화정공(주)	169.2	166.9	152.4	178.5	160.6	155.6	152.4	148.5	146.2	161.1	139.6
(주)에이에스티	17.2	17.3	15.8	17.4	15.2	15.2	15.1	12.9	13.3	13.9	13.2
PHA India PVT Ltd	21.9	20.4	22.7	24.0	23.3	25.3	28.0	17.7	23.9	18.3	21.9
태창평화정공기차배건(유)	22.8	22.7	20.5	37.0	27.6	9.0	21.2	30.9	20.0	17.0	25.8
북경평화정공기차부건(유)	41.4	57.8	45.6	70.5	38.2	21.0	25.4	53.6	31.1	29.9	33.6
염성평화정공기차배건(유)	16.0	16.1	12.7	22.3	14.7	6.5	6.0	15.3	10.3	9.5	6.1
PHA Czech s. r. o	26.7	27.4	22.2	24.7	27.8	26.5	24.5	27.6	26.7	28.4	25.0
PHA America INC	27.5	28.6	27.0	24.4	26.3	24.2	21.3	16.1	14.8	15.7	25.7
PHA Slovakia s.r.o	24.0	22.6	20.0	21.6	23.2	22.1	20.8	20.8	23.0	22.6	21.4
(주)PHA E&E, 에스엔텍	12.4	13.1	12.5	4.6	10.6	9.0	10.1	21.4	2.1	2.4	2.5
단순합계	379.0	392.7	351.4	424.9	367.5	314.5	324.8	364.9	311.4	318.7	314.7
내부거래제거	(87.6)	(79.8)	(77.2)	(81.1)	(84.6)	(66.1)	(67.0)	(100.2)	(58.9)	(61.1)	(56.3)
연결실적	291.4	313.0	274.3	343.8	282.8	248.4	257.9	264.8	252.6	257.6	258.4
순이익											
평화정공(주)	8.3	5.2	(1.4)	17.2	64.6	(3.1)	3.5	(6.0)	0.4	7.4	(2.1)
(주)에이에스티	0.4	0.4	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.2)	0.1	(0.7)	1.0	0.5	(0.1)
PHA India PVT Ltd	(0.2)	0.6	1.3	(2.2)	0.7	2.1	0.2	(0.5)	2.6	1.5	(2.2)
태창평화정공기차배건(유)	3.7	3.0	1.6	0.0	0.9	(3.4)	0.2	4.4	1.0	(0.7)	0.1
북경평화정공기차부건(유)	(1.6)	(1.1)	(2.5)	4.9	(1.9)	2.0	1.8	(8.9)	1.0	(4.1)	(0.4)
염성평화정공기차배건(유)	(0.4)	0.4	(0.6)	1.7	(0.4)	0.6	(0.2)	(1.5)	(0.9)	(0.2)	(0.3)
PHA Czech s. r. o	(0.1)	0.6	0.6	(0.3)	1.0	1.2	(0.4)	1.0	0.9	0.8	0.5
PHA America INC	0.0	0.7	0.4	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	0.9	(0.9)	0.5	0.5
PHA Slovakia s.r.o	0.2	(1.0)	1.1	0.5	0.0	0.6	0.4	1.1	0.1	0.7	0.3
(주)PHA E&E, 에스엔텍	0.0	(0.2)	(0.5)	0.8	(0.1)	(0.6)	(0.4)	0.3	0.0	(0.4)	0.4
단순합계	10.3	8.6	0.0	22.0	64.5	(1.4)	4.6	(10.0)	(0.5)	6.0	1.0
내부거래제거	(1.6)	2.2	1.9	9.8	(2.7)	0.5	0.3	18.6	(0.7)	0.5	1.5
연결실적	8.8	10.8	1.9	31.8	61.8	(0.8)	4.8	8.7	3.9	6.5	(2.6)
순이익률											
평화정공(주)	4.9%	3.1%	-0.9%	9.6%	40.2%	-2.0%	2.3%	-4.1%	0.3%	4.6%	-1.5%
(주)에이에스티	2.3%	2.3%	-0.7%	-0.5%	0.1%	-1.5%	0.6%	-5.7%	7.4%	3.6%	-0.8%
PHA India PVT Ltd	-1.0%	2.9%	5.8%	-9.3%	2.9%	8.3%	0.9%	-2.8%	10.8%	8.0%	-9.9%
태창평화정공기차배건(유)	16.4%	13.4%	7.9%	0.0%	3.3%	-38.0%	1.1%	14.1%	4.8%	-4.2%	0.6%
북경평화정공기차부건(유)	-4.0%	-2.0%	-5.5%	6.9%	-5.0%	9.5%	7.2%	-16.5%	3.2%	-13.7%	-1.2%
염성평화정공기차배건(유)	-2.5%	2.6%	-4.7%	7.8%	-2.7%	8.5%	-3.4%	-10.0%	-8.5%	-1.8%	-5.6%
PHA Czech s. r. o	-0.2%	2.3%	2.5%	-1.0%	3.4%	4.5%	-1.5%	3.8%	3.5%	2.9%	1.9%
PHA America INC	-0.1%	2.3%	1.5%	-2.1%	-1.0%	-2.1%	-2.1%	5.9%	-6.0%	3.2%	2.1%
PHA Slovakia s.r.o	0.8%	-4.4%	5.6%	2.3%	0.1%	2.6%	2.0%	5.2%	0.2%	2.9%	1.3%
(주)PHA E&E	0.1%	-1.5%	-3.7%	17.8%	-0.8%	-6.2%	-4.1%	1.2%	0.0%	-15.9%	15.2%
단순합계	2.7%	2.2%	0.0%	5.2%	17.6%	-0.4%	1.4%	-2.7%	-0.2%	1.9%	0.3%
내부거래제거	1.8%	-2.8%	-2.5%	-12.1%	3.2%	-0.8%	-0.4%	-18.6%	1.3%	-0.9%	-2.7%
연결실적	3.0%	3.4%	0.7%	9.3%	21.9%	-0.3%	1.9%	3.3%	1.5%	2.5%	-1.0%

자료: 평화정공, 하나금융투자

표 3. 중국법인 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
매출액	80.1	96.5	78.8	129.7	80.5	36.5	52.6	99.9	61.5	56.4	65.4
순이익	1.7	2.3	(1.5)	6.6	(1.4)	(0.9)	1.9	(6.0)	1.1	(5.0)	(0.6)
순이익률	2.1%	2.4%	-1.9%	5.1%	-1.7%	-2.3%	3.6%	-6.0%	1.7%	-8.8%	-0.9%

자료: 평화정공, 하나금융투자

표 4. 매도가능금융자산

(단위: 십억원)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
PHC	66.4	66.4	66.4	91.5	43.3	43.3	43.3	44.2	44.2	44.2	45.2
기타	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	6.2	5.5
합산	69.4	69.3	69.3	94.4	46.3	46.2	46.2	47.0	47.0	50.3	50.6

자료: 평화정공, 하나금융투자

추정 재무제표

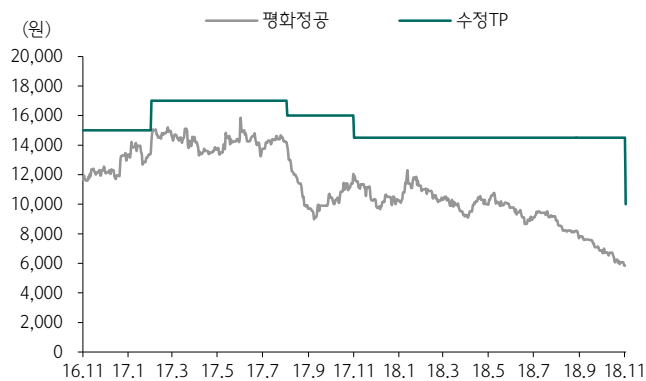
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,222.5	1,053.8	1,046.9	1,093.1	1,125.9
매출원가	1,052.8	932.5	933.2	967.2	995.3
매출총이익	169.7	121.3	113.7	125.9	130.6
판매비	100.1	96.1	90.2	92.9	95.7
영업이익	69.7	25.2	23.6	33.0	35.0
금융손익	(2.5)	80.8	(1.3)	(0.7)	(0.4)
중속/관계기업손익	3.4	1.7	3.0	3.2	3.2
기타영업외손익	1.5	(7.7)	1.0	1.0	1.0
세전이익	72.1	100.0	26.2	36.5	38.8
법인세	18.8	25.5	7.1	9.8	10.5
계속사업이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
지배주주지분포괄이익	64.2	26.3	19.2	26.6	28.3
NOPAT	51.5	18.8	17.2	24.1	25.5
EBITDA	126.8	82.1	77.9	87.7	89.9
성장성(%)					
매출액증가율	6.4	(13.8)	(0.7)	4.4	3.0
NOPAT증가율	1,220.5	(63.5)	(8.5)	40.1	5.8
EBITDA증가율	113.8	(35.3)	(5.1)	12.6	2.5
영업이익증가율	1,322.4	(63.8)	(6.3)	39.8	6.1
(지배주주)순이익증가율	620.3	39.8	(74.2)	38.5	6.4
EPS증가율	623.1	39.8	(74.3)	38.9	6.5
수익성(%)					
매출총이익률	13.9	11.5	10.9	11.5	11.6
EBITDA이익률	10.4	7.8	7.4	8.0	8.0
영업이익률	5.7	2.4	2.3	3.0	3.1
계속사업이익률	4.4	7.1	1.8	2.4	2.5
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,538	3,549	912	1,267	1,349
BPS	23,017	24,122	24,874	25,981	27,171
CFPS	6,802	4,755	3,654	4,122	4,228
EBITDAPS	6,037	3,907	3,708	4,175	4,281
SPS	58,214	50,183	49,854	52,054	53,616
DPS	150	160	160	160	160
주가지표(배)					
PER	4.7	3.0	6.4	4.6	4.3
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PCFR	1.8	2.2	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	2.4	3.0	1.2	0.9	0.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	11.8	15.1	3.7	5.0	5.1
ROA	5.9	8.2	2.1	2.9	3.0
ROIC	10.3	3.8	3.3	4.6	4.8
부채비율	89.2	77.0	71.8	68.5	66.5
순부채비율	11.8	4.5	(6.0)	(8.5)	(11.4)
이자보상배율(배)	18.1	8.9	9.7	15.1	17.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	486.2	488.2	529.1	548.8	577.8
금융자산	102.3	110.3	150.7	153.8	170.9
현금성자산	100.0	107.8	148.2	151.1	168.1
매출채권 등	240.5	224.1	230.8	241.0	248.2
재고자산	131.1	128.8	129.1	134.8	138.9
기타유동자산	12.3	25.0	18.5	19.2	19.8
비유동자산	428.1	408.2	368.3	370.4	372.1
투자자산	105.6	60.4	13.9	14.5	15.2
금융자산	97.7	51.2	4.2	4.4	4.5
유형자산	277.0	301.1	307.9	309.4	310.5
무형자산	13.8	15.6	15.5	15.4	15.4
기타비유동자산	31.7	31.1	31.0	31.1	31.0
자산총계	914.3	896.3	897.4	919.2	949.9
유동부채	392.0	366.6	352.1	349.6	354.6
금융부채	157.2	132.3	118.7	106.9	105.2
매입채무 등	199.8	185.9	184.7	192.8	198.6
기타유동부채	35.0	48.4	48.7	49.9	50.8
비유동부채	39.0	23.2	23.0	24.0	24.7
금융부채	2.2	0.6	0.6	0.6	0.6
기타비유동부채	36.8	22.6	22.4	23.4	24.1
부채총계	430.9	389.8	375.0	373.6	379.3
지배주주지분	483.4	506.5	522.3	545.6	570.6
자본금	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	41.5	41.5	41.5	41.5	41.5
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	60.1	14.6	14.6	14.6	14.6
이익잉여금	371.3	439.9	455.7	479.0	503.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	483.4	506.5	522.3	545.6	570.6
순금융부채	57.1	22.6	(31.4)	(46.3)	(65.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	81.1	41.2	67.5	70.5	74.2
당기순이익	53.3	74.5	19.2	26.6	28.3
조정	69.9	18.6	50.0	50.2	50.4
감가상각비	57.1	56.8	54.3	54.6	54.9
외환거래손익	(1.3)	0.7	1.0	1.0	1.0
지분법손익	(11.3)	(1.7)	(3.0)	(3.2)	(3.2)
기타	25.4	(37.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)
영업활동자산부채변동	(42.1)	(51.9)	(1.7)	(6.3)	(4.5)
투자활동 현금흐름	(18.7)	9.1	(10.2)	(52.4)	(52.2)
투자자산감소(증가)	(21.0)	46.9	49.6	2.5	2.6
유형자산감소(증가)	(29.7)	(68.5)	(60.0)	(55.0)	(55.0)
기타	32.0	30.7	0.2	0.1	0.2
재무활동 현금흐름	(25.2)	(37.2)	(16.9)	(15.2)	(5.0)
금융부채증가(감소)	(22.2)	(26.5)	(13.6)	(11.8)	(1.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.0)	(7.6)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(2.0)	(3.1)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
현금의 증감	36.5	7.8	40.3	2.9	17.0
Unlevered CFO	142.8	99.9	76.7	86.6	88.8
Free Cash Flow	48.8	(28.1)	7.5	10.5	14.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

평화정공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.15	BUY	10,000		
17.11.14	BUY	14,500	-34.84%	-15.17%
17.8.16	BUY	16,000	-32.96%	-15.00%
17.2.14	BUY	17,000	-15.90%	-6.76%
16.11.25	BUY	15,000	-14.72%	-5.33%
16.8.17	BUY	16,000	-25.85%	-21.56%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 11월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.